

---

# Política monetária no Brasil em 2008

---

---

# Regime de Meta de Inflação

➤ De acordo com o arcabouço teórico do regime de metas de inflação, a política monetária afeta a inflação e “economia real” por meio dos seus efeitos sobre as expectativas [racionais] do setor privado em relação:

- taxas de juros
- inflação
- evolução da “economia real”

❖ “Essência da política monetária é arte de gerenciar as expectativas” (Woodford)

➤ Regime de meta é adotado com distintos graus de flexibilidade ou de rigidez por inúmeros bancos centrais:

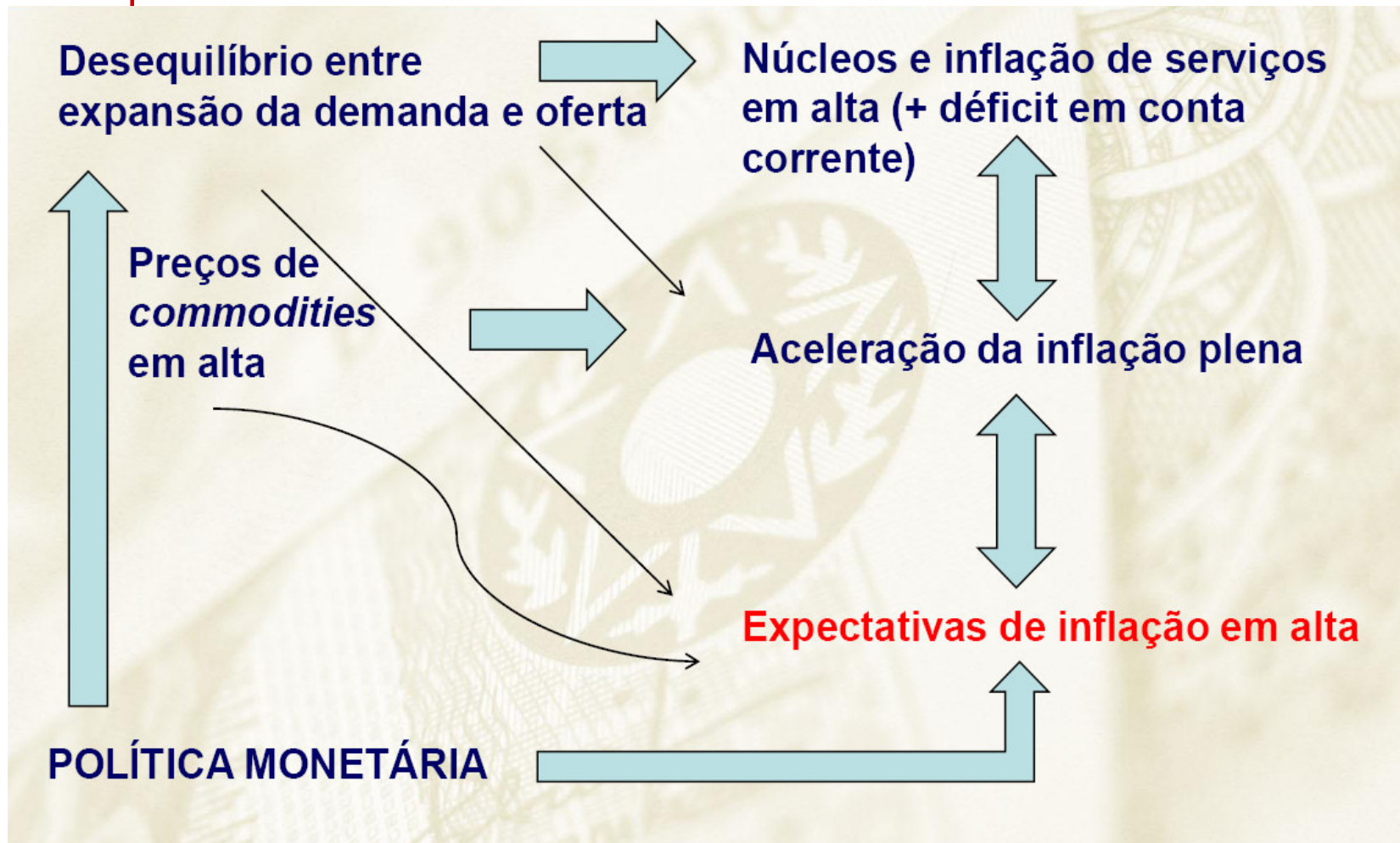
- flexibilidade ⇔ importância atribuída à “estabilidade da economia real” (Svensson)

---

# Política Monetária em 2008

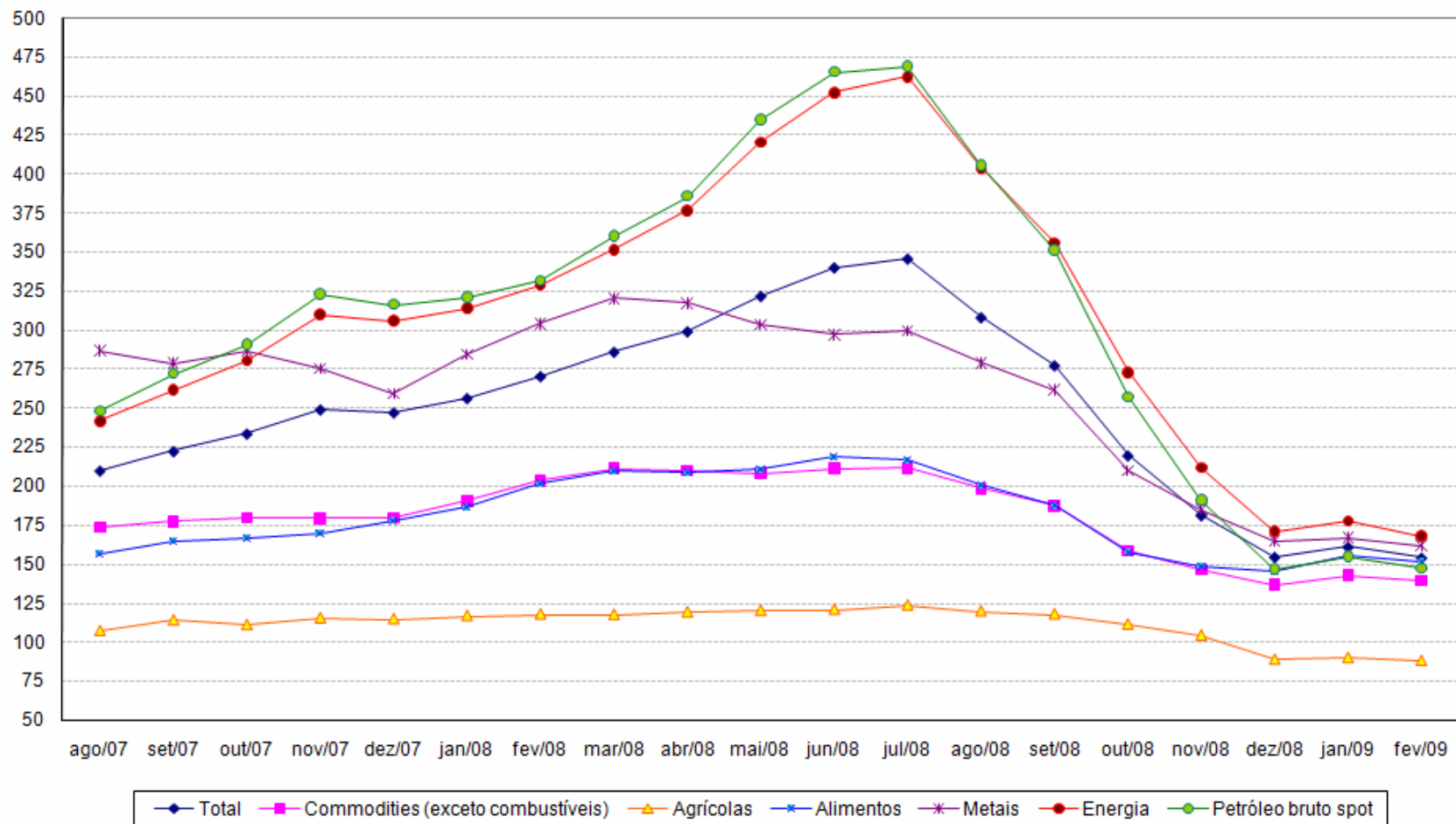
- As decisões do Comitê de Política Monetária em 2008 se basearam no seguinte cenário prospectivo delineados nos relatórios trimestrais de inflação:
  - descompasso persistente entre o ritmo da expansão e oferta doméstica ⇔ “risco relevante para o panorama inflacionário”
  - expansão do crédito bancário não obstante elevação das taxas de juros em razão do aumento da incerteza e da elevação de tributos
  - superávit fiscal e redução do relação dívida pública líquida/PIB
  - redução da vulnerabilidade externa, a despeito do déficit em transações correntes previsto para 2008 (redução do saldo comercial; elevação das remessas de lucros e dividendos)
- Projeção da inflação acumulada em doze meses para 2008:
  - 4,6% no primeiro trimestre, atingindo o valor máximo de 4,9% no terceiro trimestre, desacelerando para 4,4% no final do ano

## Estratégia da Política Monetária em 2008, segundo Mário Mesquita



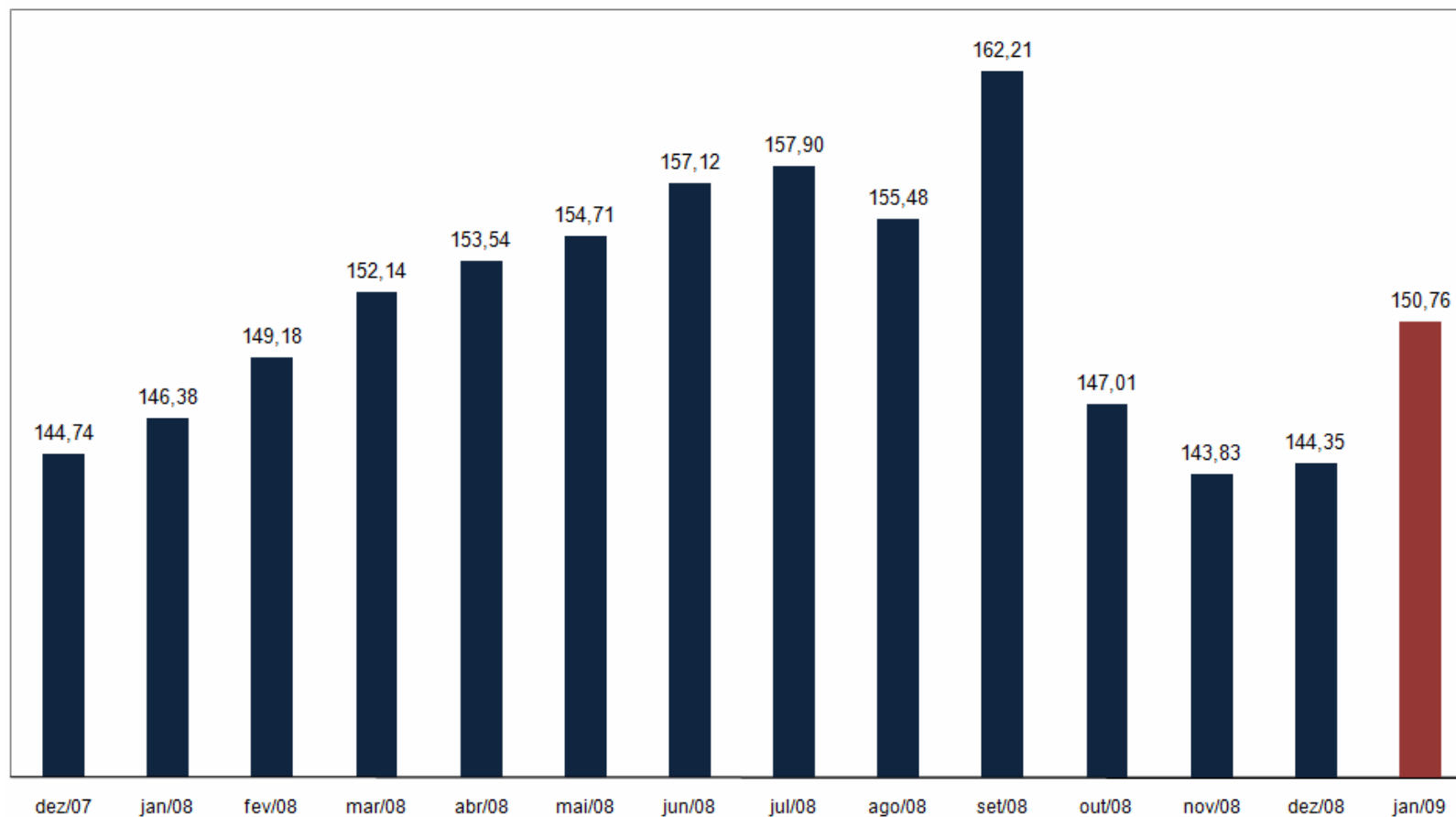
Extraído Mário Mesquita. *O Brasil e a crise internacional*, Rio de Janeiro, Apresentação na PUC-RJ, 19 de março de 2009.

# Evolução dos preços das commodities (índice 2000 = 100)



Fonte: IFS - FMI. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

## Evolução do índice de volume de venda do comércio ampliado<sup>1</sup> (dados dessazonalizados, 2003=100)



Fonte: PMC - IBGE. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

**Nota:** <sup>1</sup>Inclui automóveis e motos e material de construção.

## Evolução da utilização média de capacidade instalada na indústria de transformação (sem ajuste)



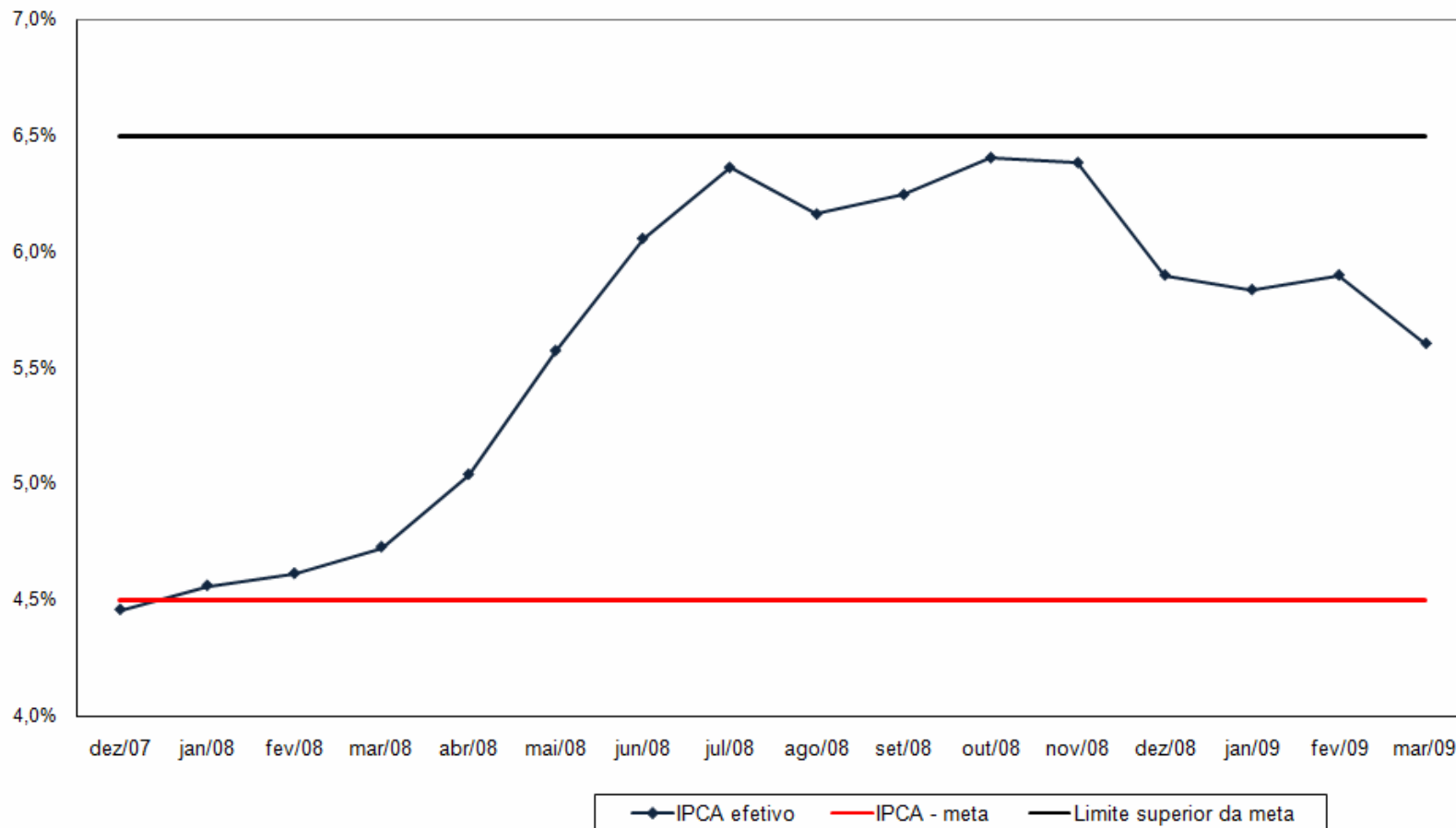
Fonte: FGV. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

## Evolução da utilização média de capacidade instalada na indústria de transformação (sem ajuste)



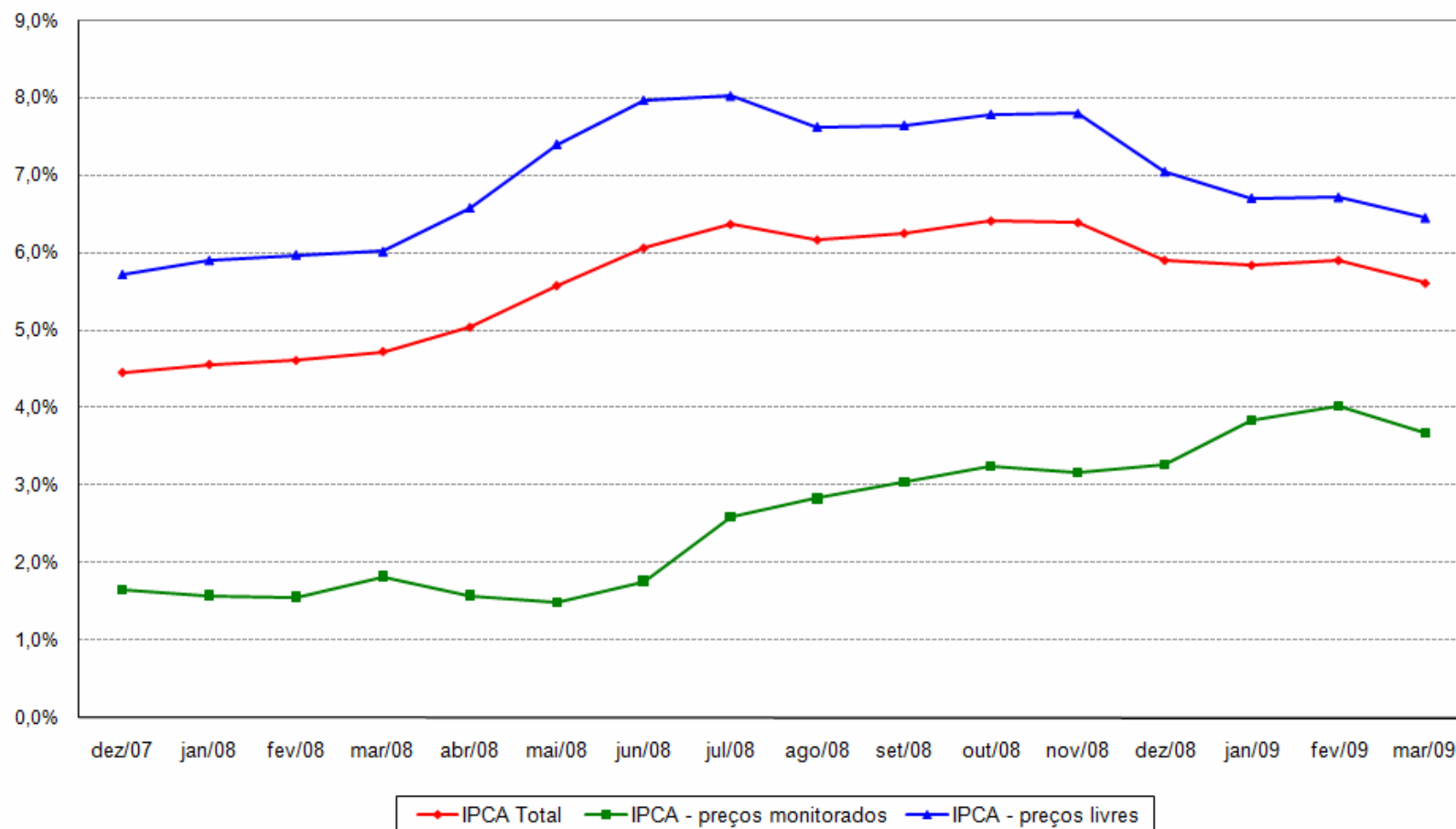
Fonte: FGV. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

## Brasil: Meta do IPCA e IPCA Efetivo (acumulado em doze meses, em %)



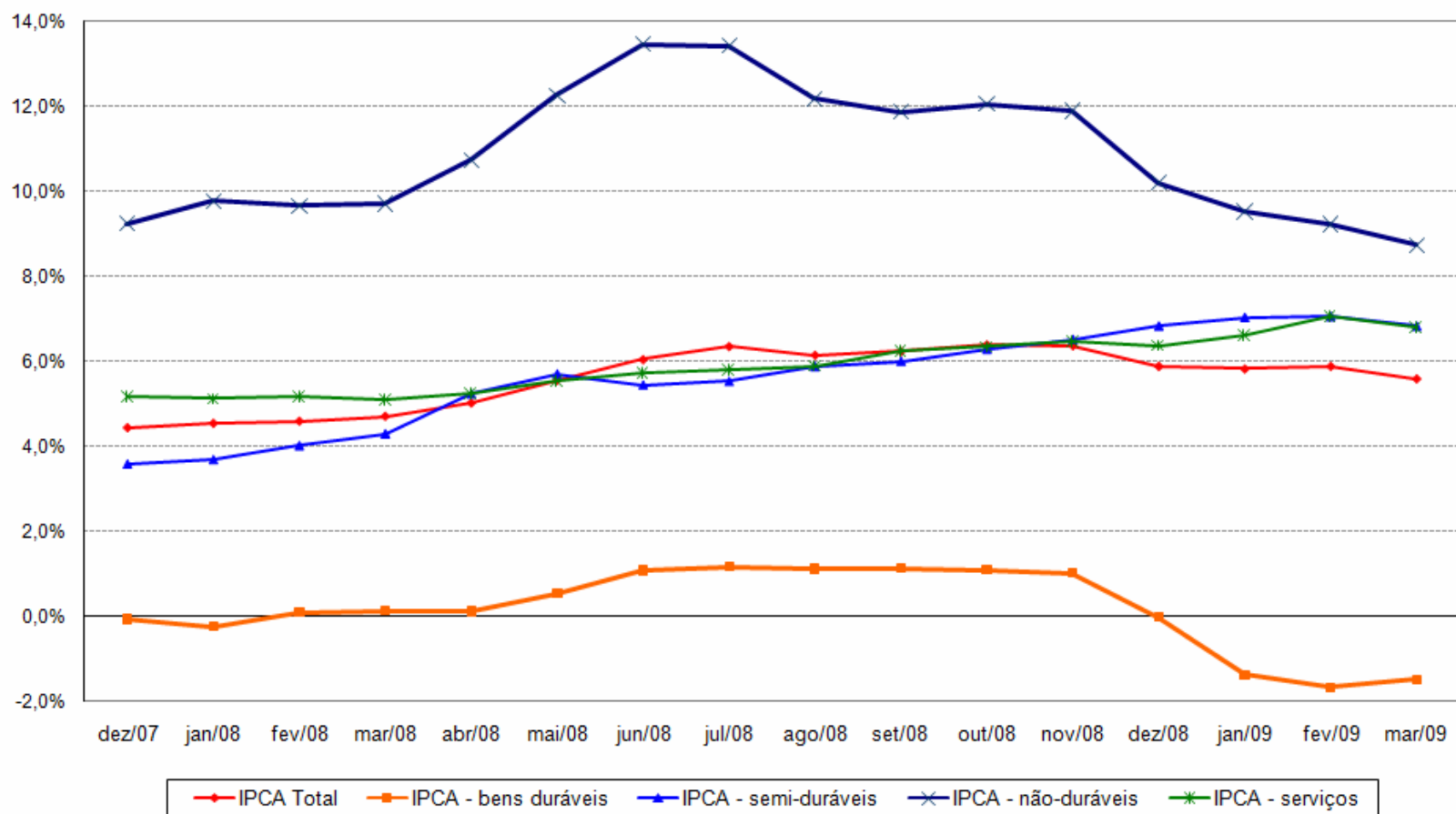
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

## Evolução do IPCA (acumulado em doze meses, em %)



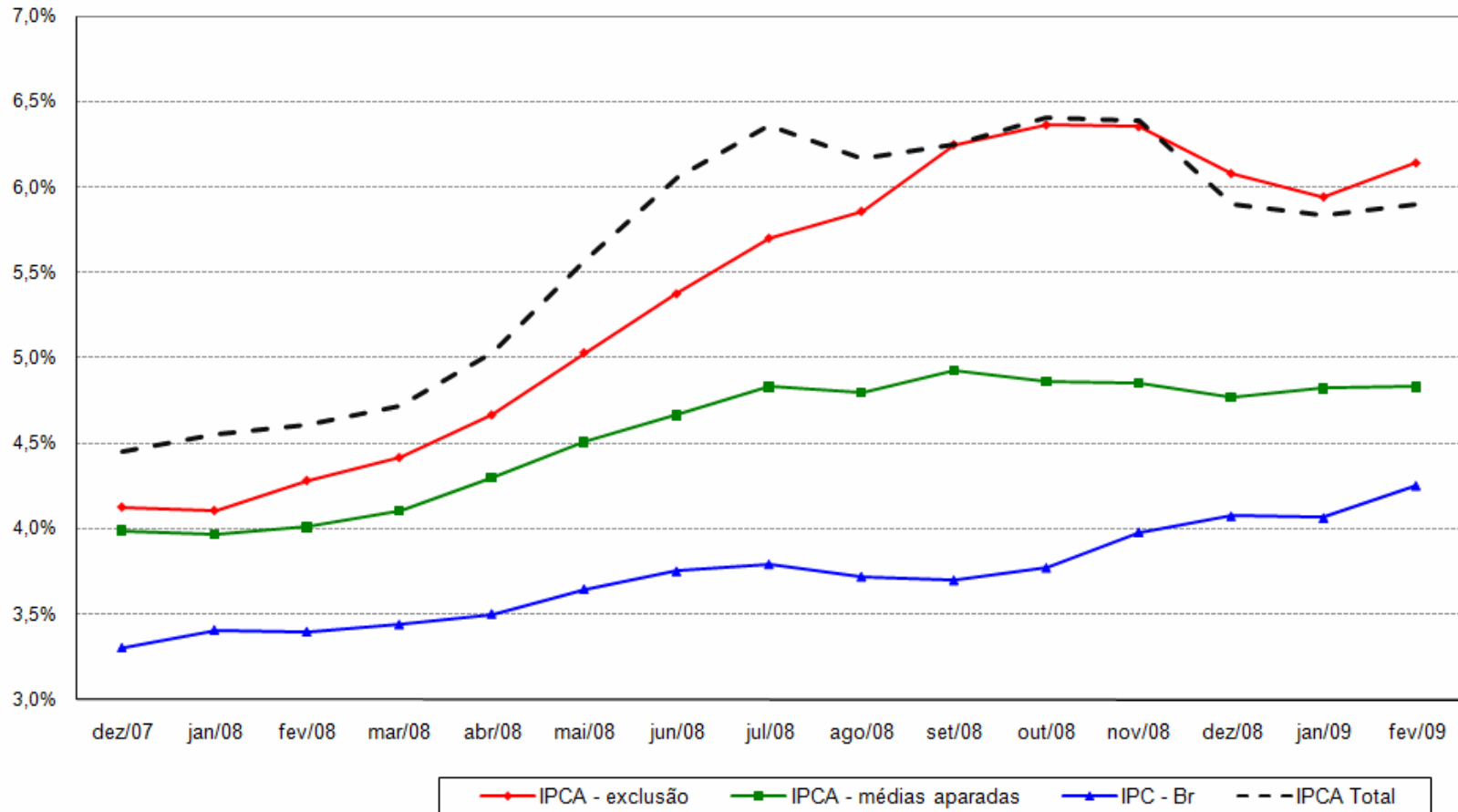
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

## Evolução do IPCA (acumulado em doze meses, em %)



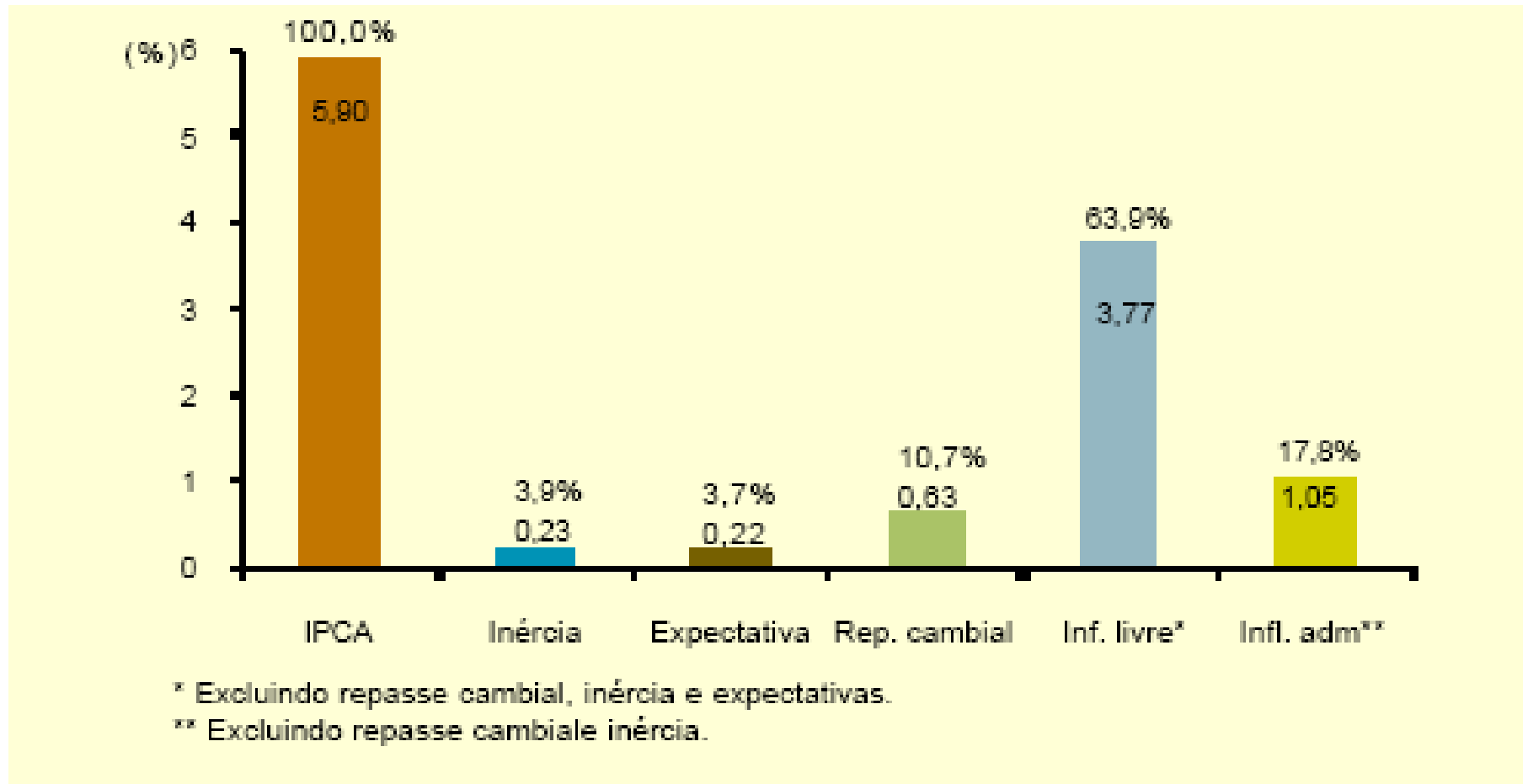
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

# Brasil: Núcleos de inflação (variação % em 12 meses)



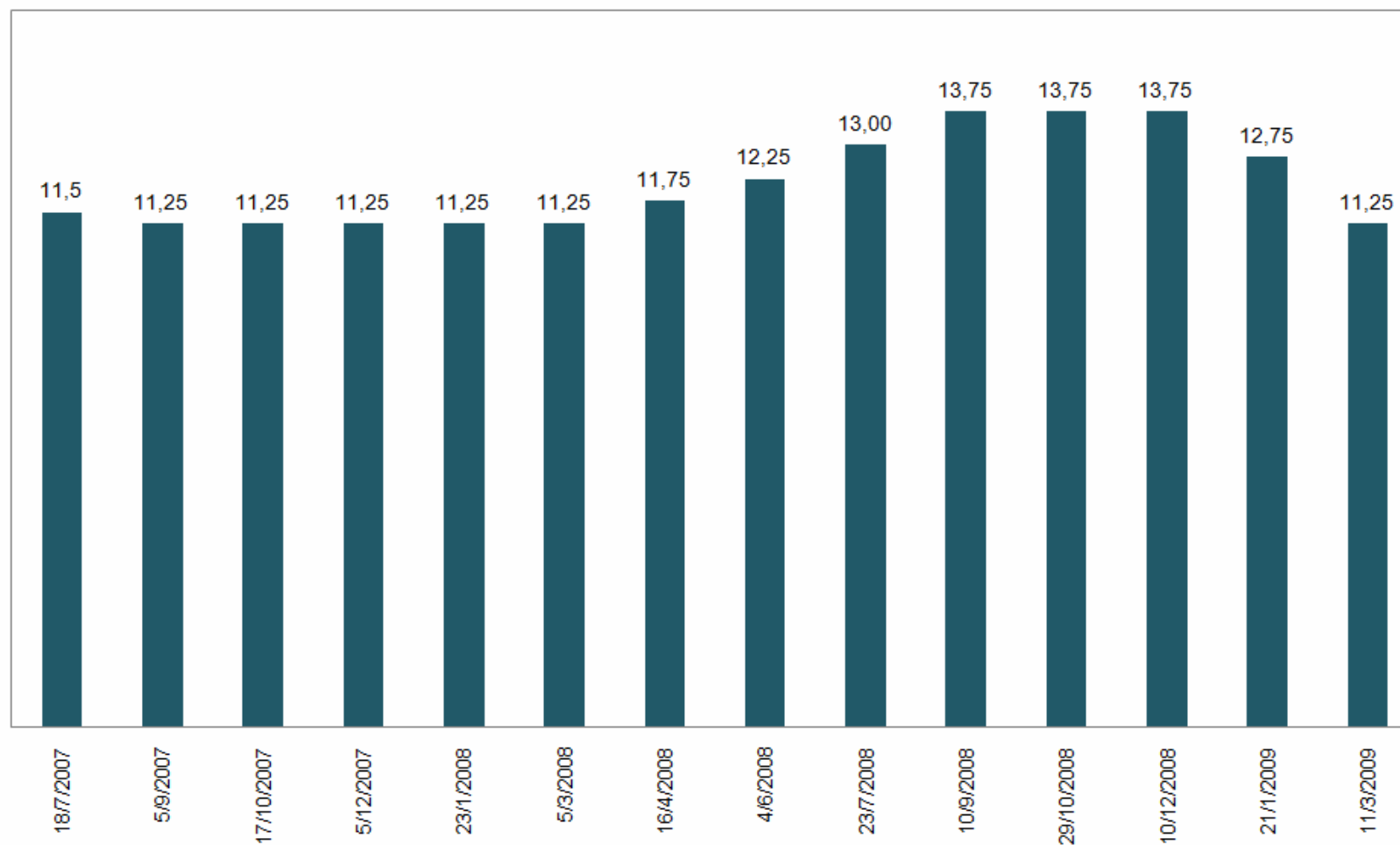
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

# Brasil: Decomposição da taxa de inflação em 2008



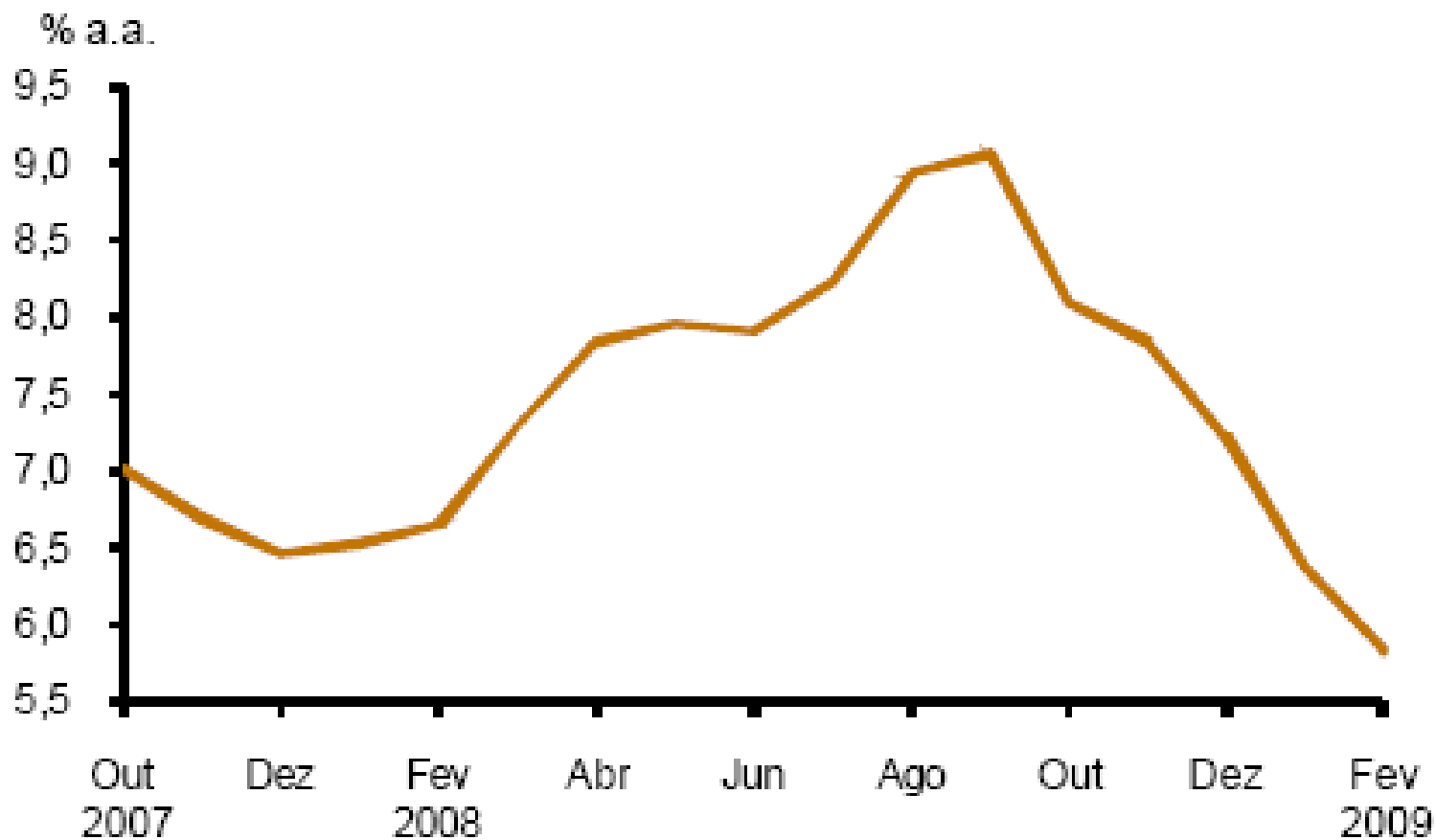
Extraído de BCB. *Relatório de inflação*, março de 2009.

# Evolução da meta da taxa Selic (em % a.a.)



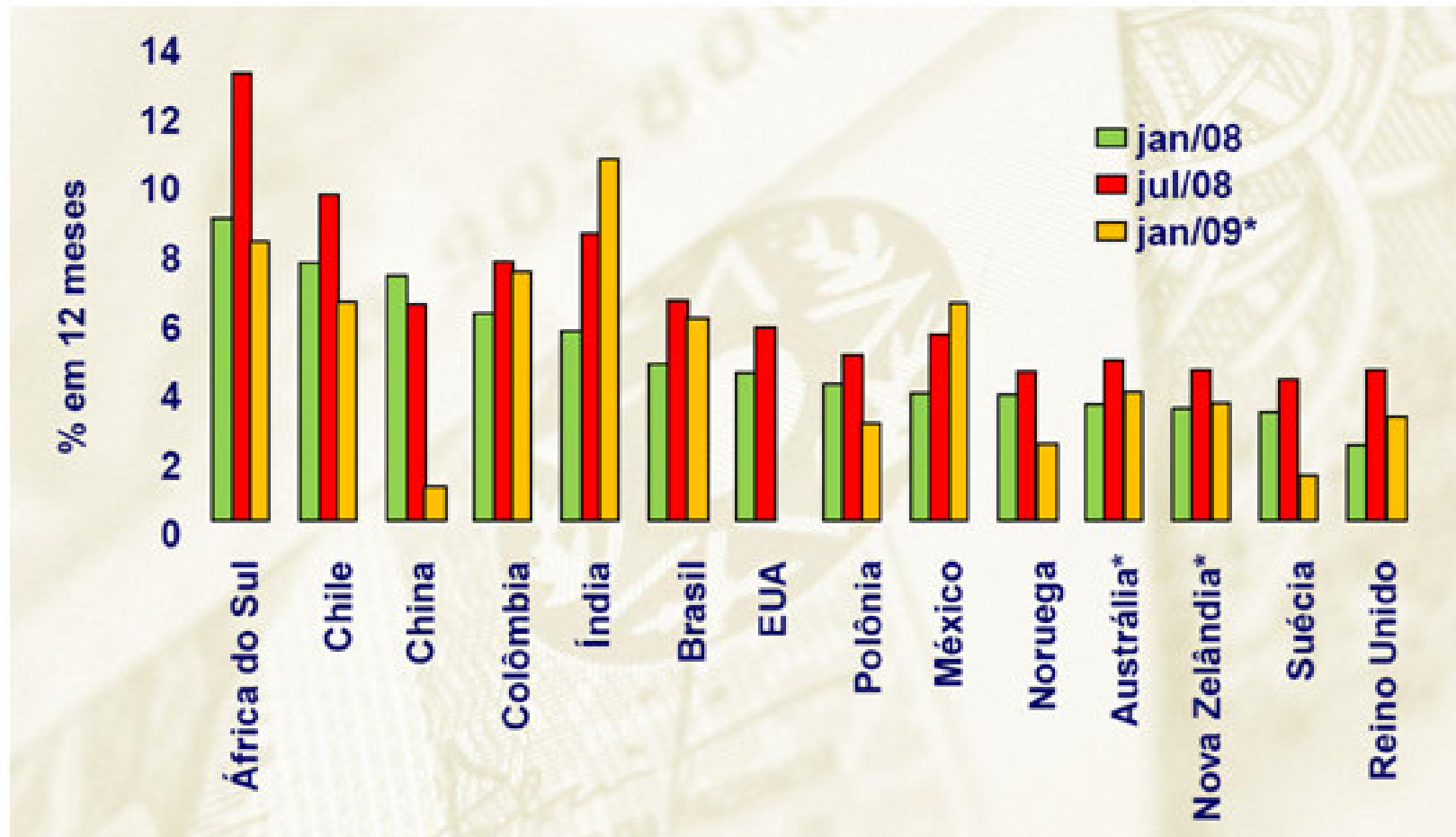
Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

## Taxa de juros ex-ante deflacionada pelo IPCA em doze meses (em % a.a.)



Extraído de BCB. *Relatório de inflação*, março de 2009.

## Inflação acumulada em doze meses (em % a.a.)

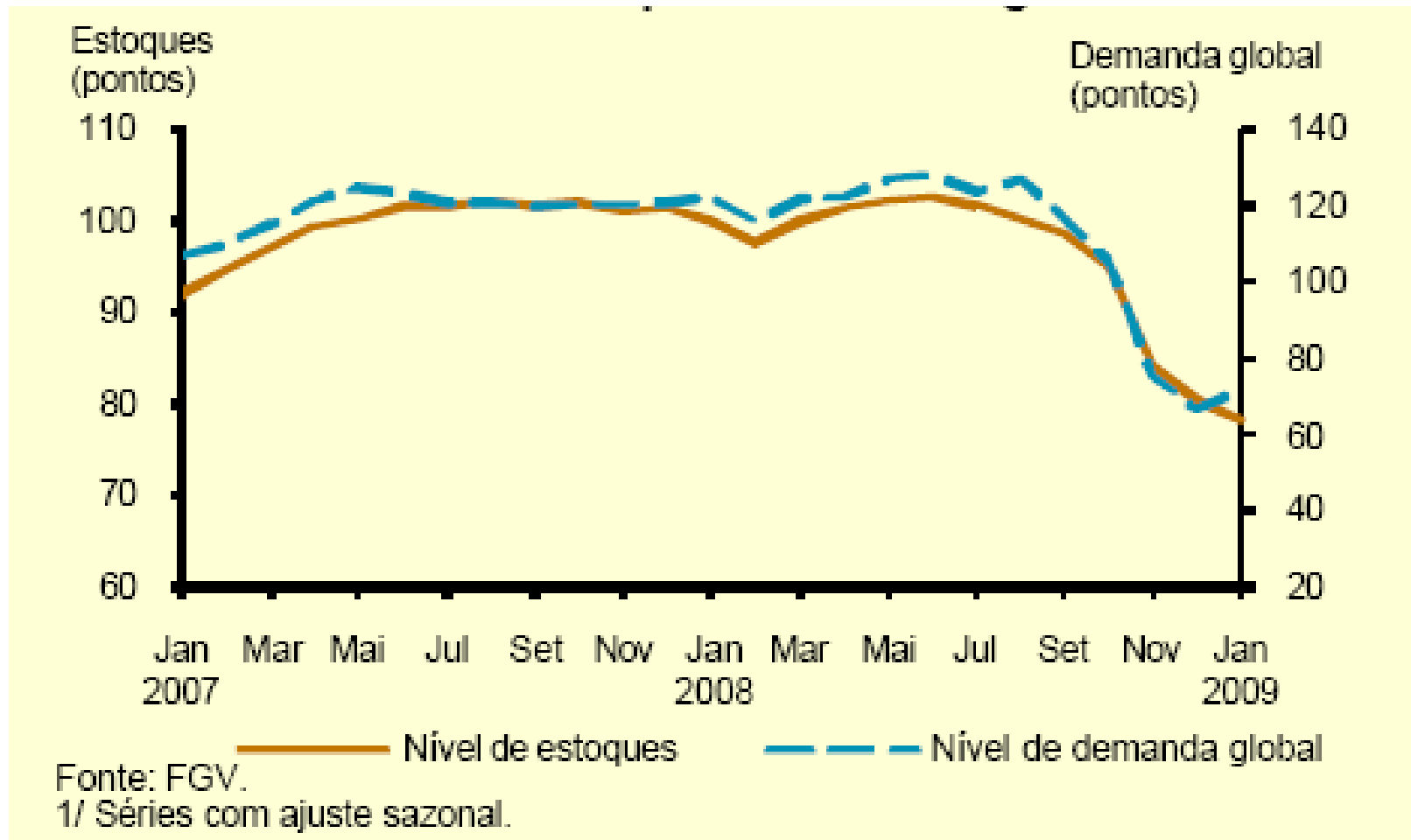


Extraído Mário Mesquita. *O Brasil e a crise internacional*, Rio de Janeiro, Apresentação na PUC-RJ, 19 de março de 2009.

## Equívocos no diagnóstico do BCB

- Ao contrário do que o BCB e os analistas do mercado financeiro afirmavam, não havia excesso de demanda:
  - indicador de estoques da FGV indicava que a expansão das vendas e produção permitiam o ajuste adequado do nível de estoque em torno do patamar de equilíbrio de 100 pontos
- ❖ Com a deterioração das expectativas e a forte contração do crédito, a partir de meados de setembro:
  - vendas da indústria despencaram
  - o número de empresas com estoque excessivo aumentou
  - indicador de produção física prevista caiu 43,3 pontos entre setembro e dezembro, para o nível mais baixo desde abril de 1995
  - desaceleração da inflação a despeito da depreciação do câmbio => forte queda no preço das commodities e retração da economia no último trimestre

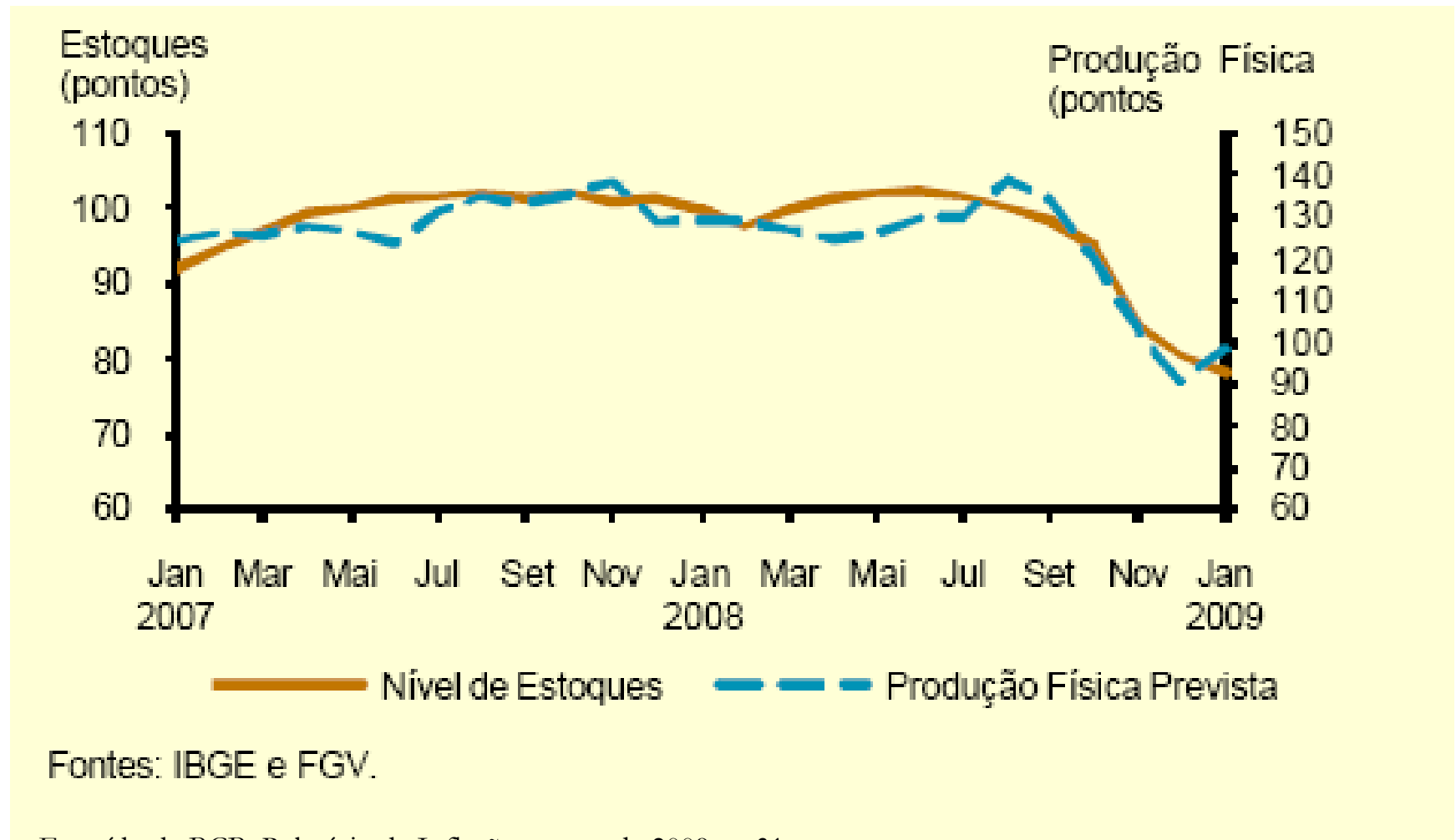
## Nível de Estoques e Demanda Global <sup>(1)</sup> – número de pontos



Extraído de BCB. Relatório de Inflação, março de 2009, p. 31.

Nota: <sup>(1)</sup> Previsão para os próximos três meses.

## Nível de Estoques e Produção Física Prevista <sup>(1)</sup>



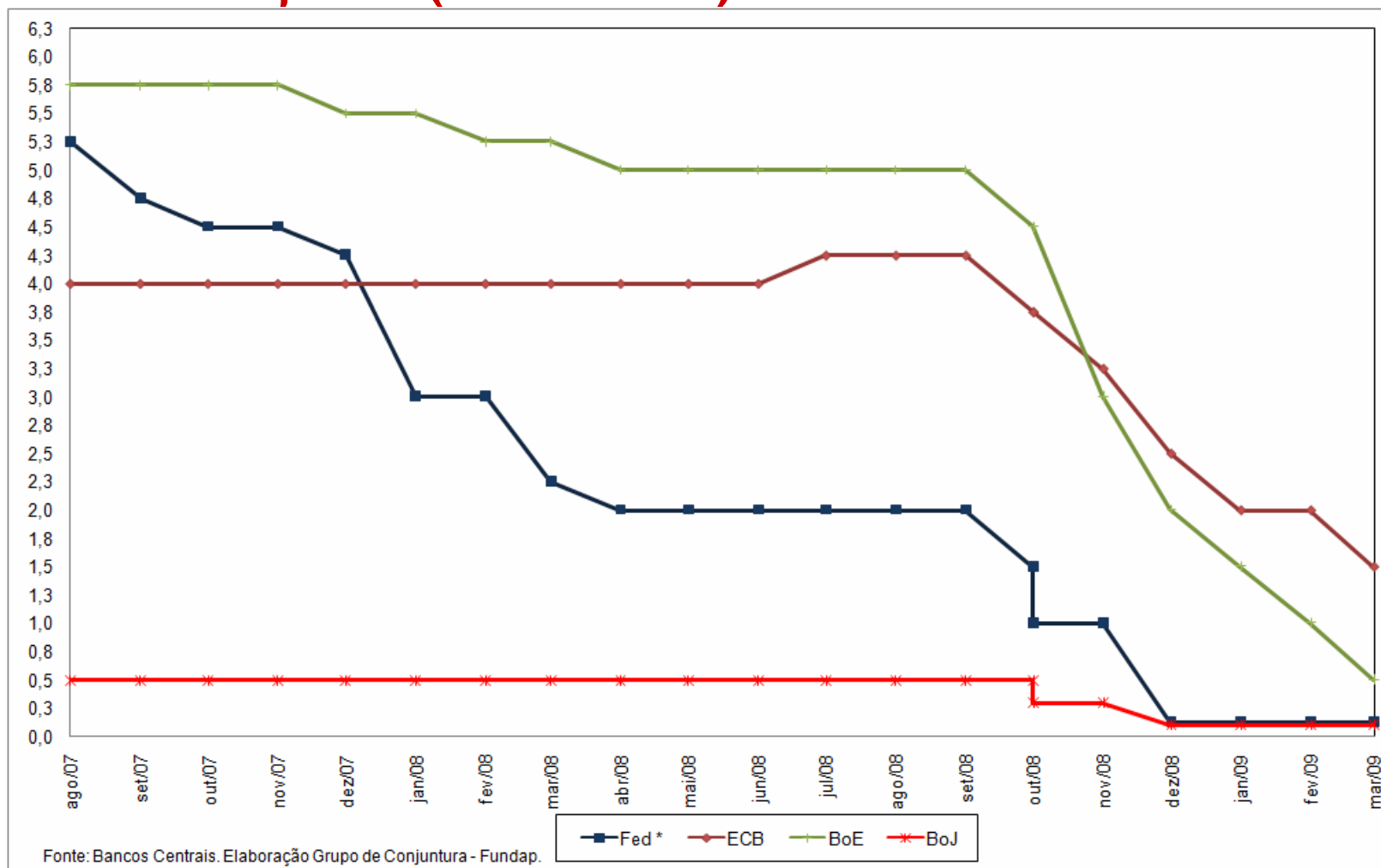
Extraído de BCB. Relatório de Inflação, março de 2009, p. 31.

Nota: Séries com ajuste. Previsão para os próximos três meses.

# Equívocos(?) do BCB na condução da política monetária em 2008

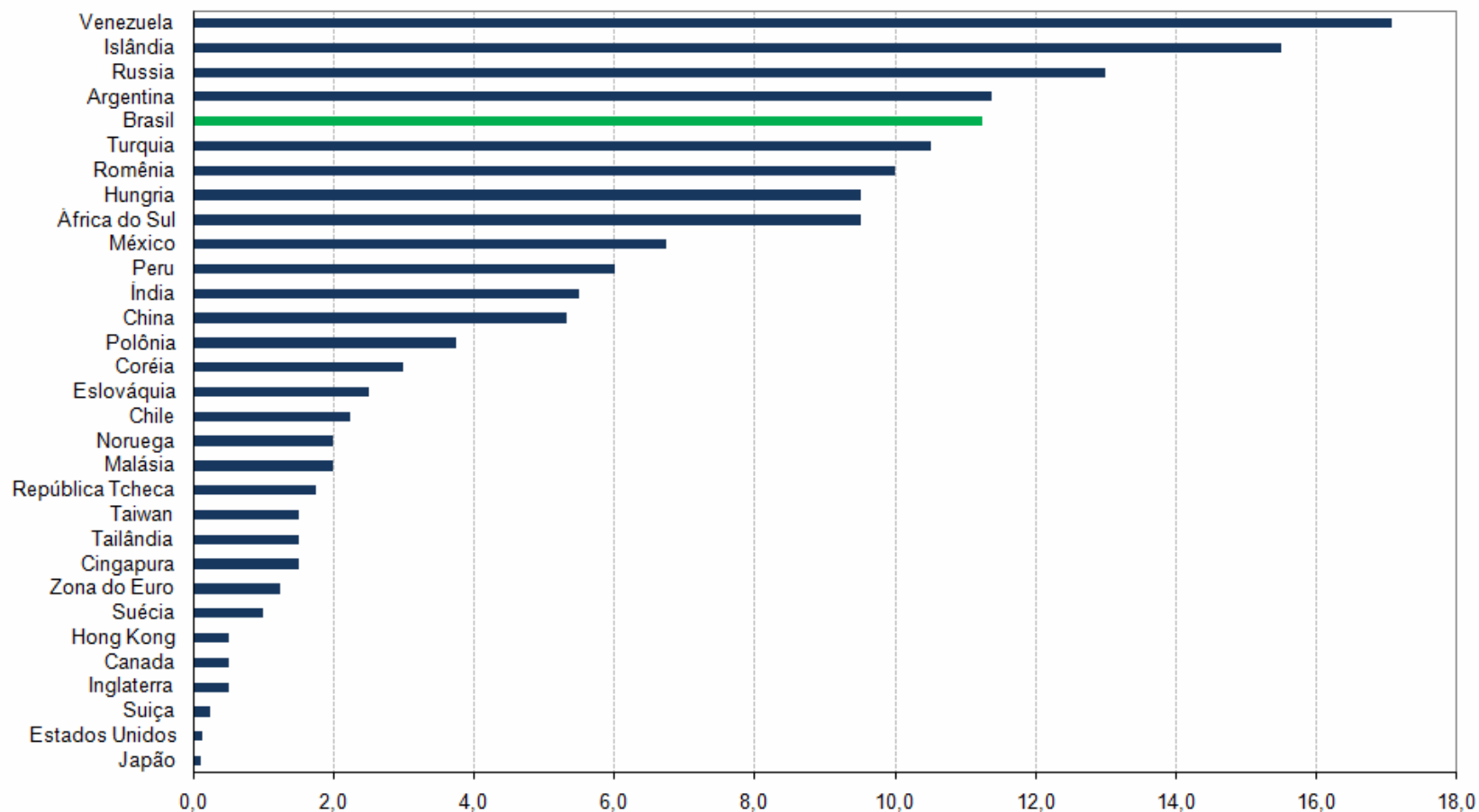
- ❖ Elevação de 0,75 p.p. da meta da taxa Selic em setembro e manutenção em 13,75% a.a. nas reuniões de outubro e dezembro
  - ✓ ação foi no rumo contrário dos principais bancos centrais das economias avançadas e de várias economias periféricas.
- ❖ Medidas tímidas para a resolução do problema de “empoçamento” de liquidez no interbancário, que resultou em abrupta contração do crédito no último trimestre:
  - Erro de avaliação da gravidade do problema => várias alterações nas circulares relativas à flexibilização do compulsório

## Economias Avançadas – Evolução da meta da taxa básica de juros (em % a.a.)



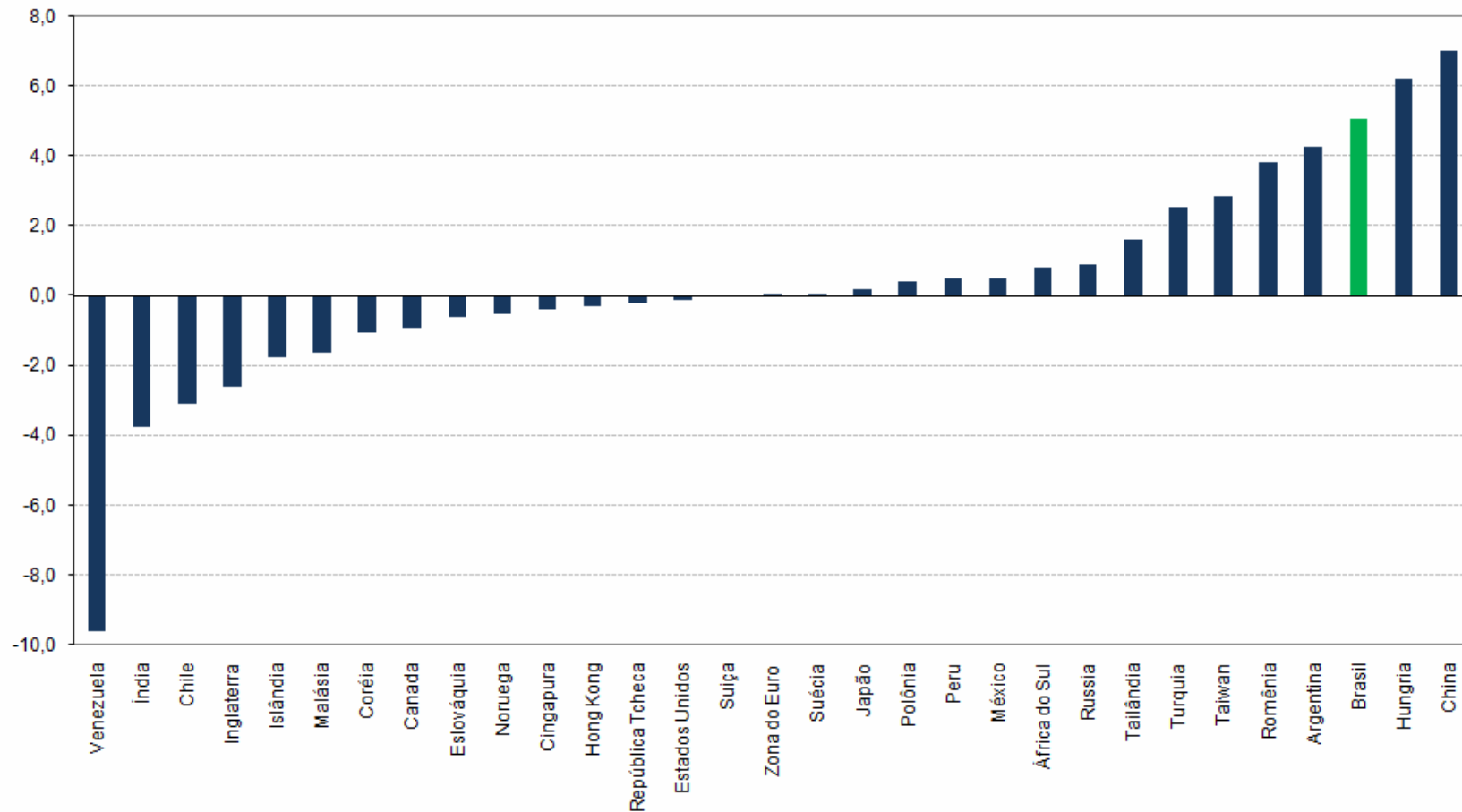
\* Desde o dia 16 de dezembro de 2008, a meta para a *fed funds rate* foi mantida no intervalo de 0 a 0,25%.

## Meta da Taxa de Juros Básica - Países avançados e periféricos selecionados (posição em 8/04/2009)



Fonte: FMI, The Economist, Bancos Centrais. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.

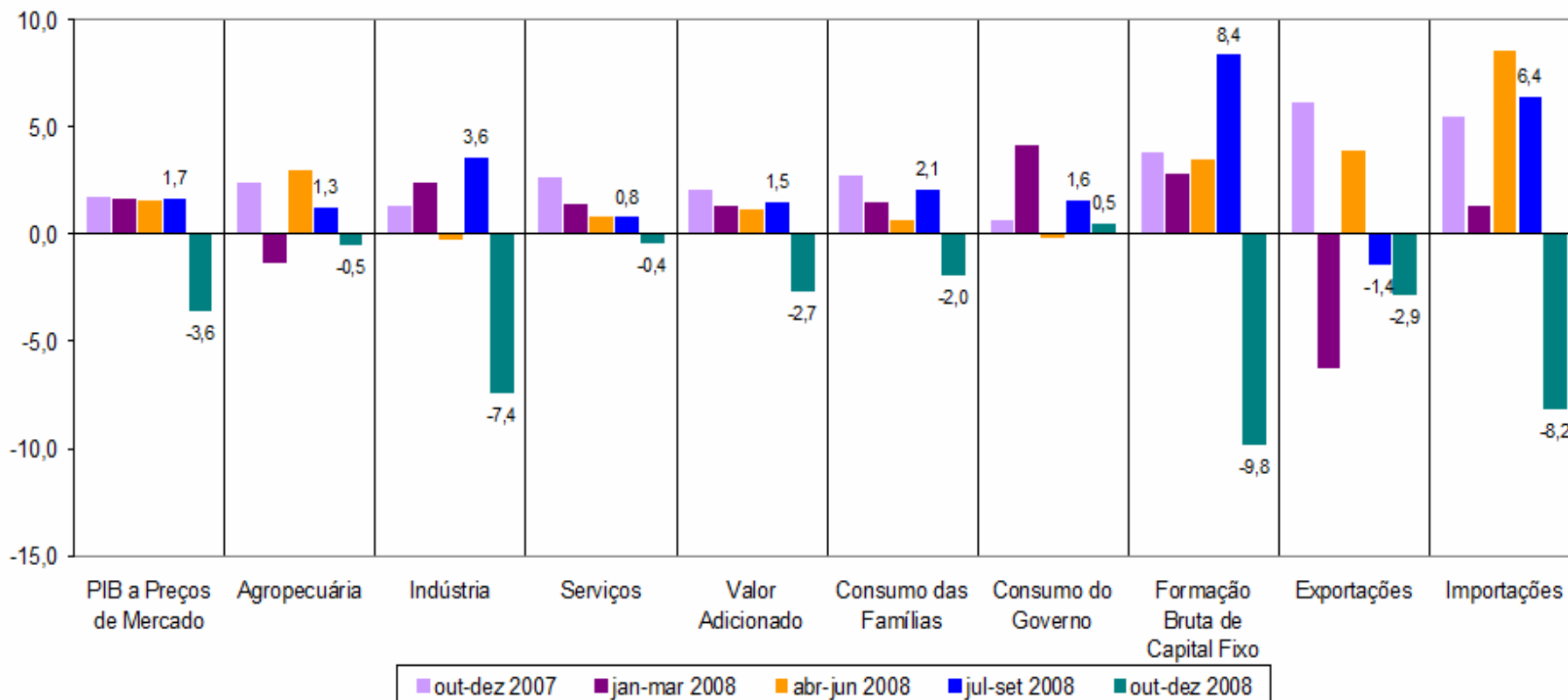
## Meta da Taxa de Juros Básica em termos reais <sup>(1)</sup> - Países avançados e periféricos (posição em 08/04/2009)



Fonte: FMI, The Economist, Bancos Centrais. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.  
(1) Juros deflacionados pela inflação acumulada 12 meses em fevereiro/09.

# Brasil – Resultado do PIB no 4º Trimestre

Variação frente ao trimestre anterior - com ajuste sazonal (%)



Fonte: IBGE. Elaboração: Grupo de Conjuntura Fundap.

# Recolhimentos compulsórios

ANTES DAS MEDIDAS DEPOIS DAS MEDIDAS SEM ALTERAÇÃO

Modalidade	Compulsórios / Encaixes			Exigibilidade Adicional			Direcionamento	Livre (2)
	Alíquotas	Dedução	Cumprimento	Alíquotas	Dedução	Cumprimento		
Recursos a Prazo	15%	R\$30 milhões (base de cálculo) R\$300 milhões (exigibilidade) R\$2 bilhões (exigibilidade)	Títulos 40% Títulos 60% Espécie sem Remuneração (1)	8% 4%				
Recursos à Vista	45% 42%	R\$44 milhões	Espécie sem Remuneração	8% 5%	R\$100 milhões (exigibilidade) R\$1 bilhão (exigibilidade)	Espécie Títulos	25% + 2% 30% + 2%	20% 21%
Depósitos de Poupança	20% Rural: 15% Demais: 20%	-	Espécie com Remuneração (Vinculada: TR+3%a.a.) (Demais: TR+6,17%a.a.)	10%			65% Rural: 70% Demais: 65%	5%
DI de SAM (3)	Margem + 15% (4) -	R\$ 3 milhões -	Títulos -	-	-	-	-	-

(1) Circular 3.427/2008 - permite a dedução de aquisição de ativos, aplicação em DI e aquisição de moeda estrangeira junto ao BC

(2) "grosso modo", pois o cálculo das exigibilidades não observa as mesmas regras

(3) incorporado ao compulsório sobre recursos a prazo

(4) margem em relação ao saldo-base de 1º.2.2008, acrescida de alíquota sobre estoque (20% a partir de jan/2009 e 25% de mar/2009)

Extraído Mário Mesquita. *O Brasil e a crise internacional*, Rio de Janeiro, Apresentação na PUC-RJ, 19 de março de 2009.

# Impacto da flexibilização do compulsório

**R\$ bilhões**

Tipo	Posição em 26.9.08	Liberação			Posição atual (6.3.09)
		Demais	Direcionada	Total	
Recursos à vista	55,9	5,2	3,9	9,1	55,4
Poupança	51,3	0,0	2,6	2,6	51,6
Recursos a prazo	60,1	40,9	0,0	40,9	24,5
Adicional	69,4	29,3	0,0	29,3	43,7
DI captado de SAM	20,5	17,9	0,0	17,9	0,0
<b>Total</b>	<b>257,2</b>	<b>93,3</b>	<b>6,5</b>	<b>99,8</b>	<b>175,2</b>

Forma de recolhimento	Posição em 26.9.08		Posição atual (6.3.09)	
	R\$ bilhões	Participação	R\$ bilhões	Participação
<b>Em espécie</b>	<b>176,6</b>	<b>68,7%</b>	<b>107,0</b>	<b>61,1%</b>
Remunerado	120,7	46,9%	51,6	29,5%
Não-remunerado	55,9	21,7%	55,4	31,6%
<b>Em títulos</b>	<b>80,6</b>	<b>31,3%</b>	<b>68,2</b>	<b>38,9%</b>
<b>Total</b>	<b>257,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>175,2</b>	<b>100,0%</b>

Extraído Mário Mesquita. *O Brasil e a crise internacional*, Rio de Janeiro, Apresentação na PUC-RJ, 19 de março de 2009.

---

## Perspectivas para 2009 e 2010

➤ De acordo com o Relatório de Inflação de março, o “agravamento da crise econômica internacional implicou fortes reajustes nas previsões para a economia brasileira”:

- ✓ IPCA => 4,6% em 2009 e 4,5% em 2010
- ✓ PIB => 1,2% em 2009 e 3,5 em 2010
- ✓ Meta Selic => 10,25% a.a ao final de dezembro de 2009 e 2010
- ✓ Menor déficit em transações correntes => US\$ 16 bilhões

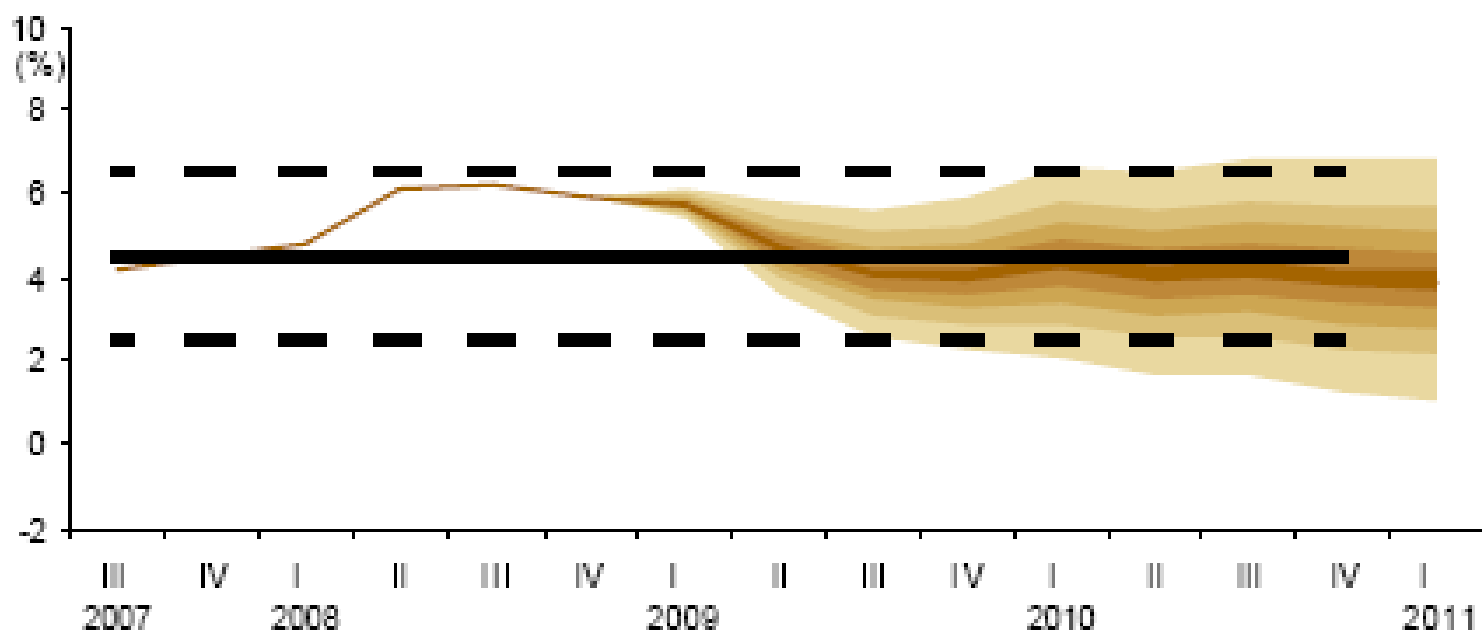
□ Essas previsões do dia 6 de março foram revistas para baixo

❖ Cenário de referência => Selic de 11,25% e taxa de câmbio de

- resiliência da demanda doméstica como fator de estabilização da economia brasileira

## Projeção da inflação medida pelo IPCA, com juros constante de 11,25% a.a. (cenário de referência)

### Leque de inflação

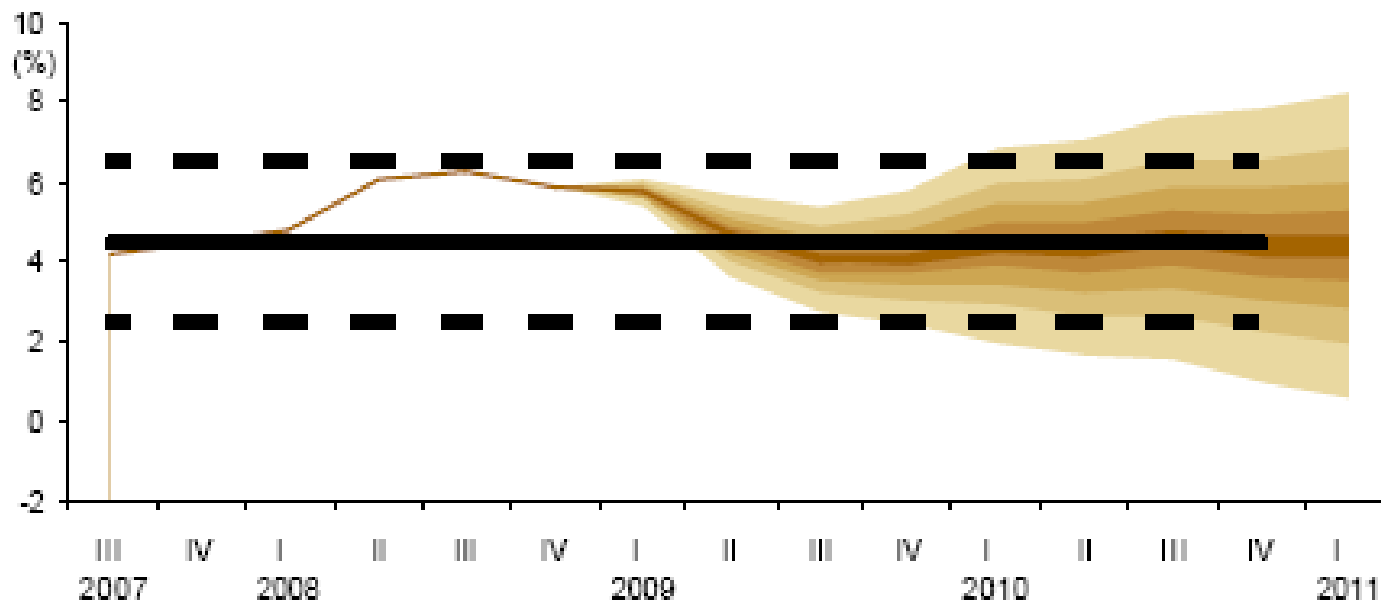


Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

Extraído de BCB. *Relatório de inflação*, março de 2009, p. 123.

# Projeção da inflação medida pelo IPCA, com expectativas de mercado para as taxas de câmbio e de juros

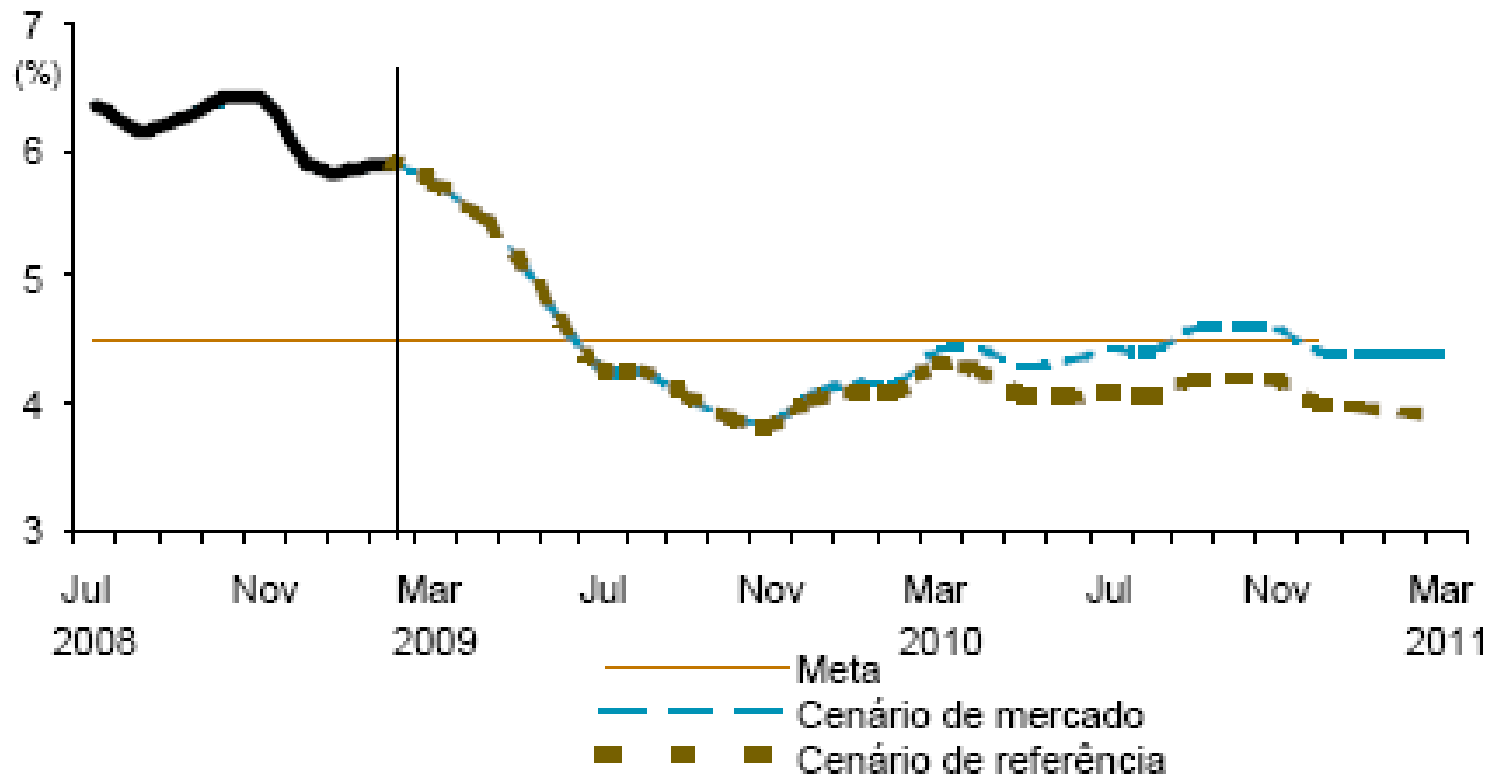
Leque de inflação



Obs.: Inflação acumulada em 12 meses (% a.a.).

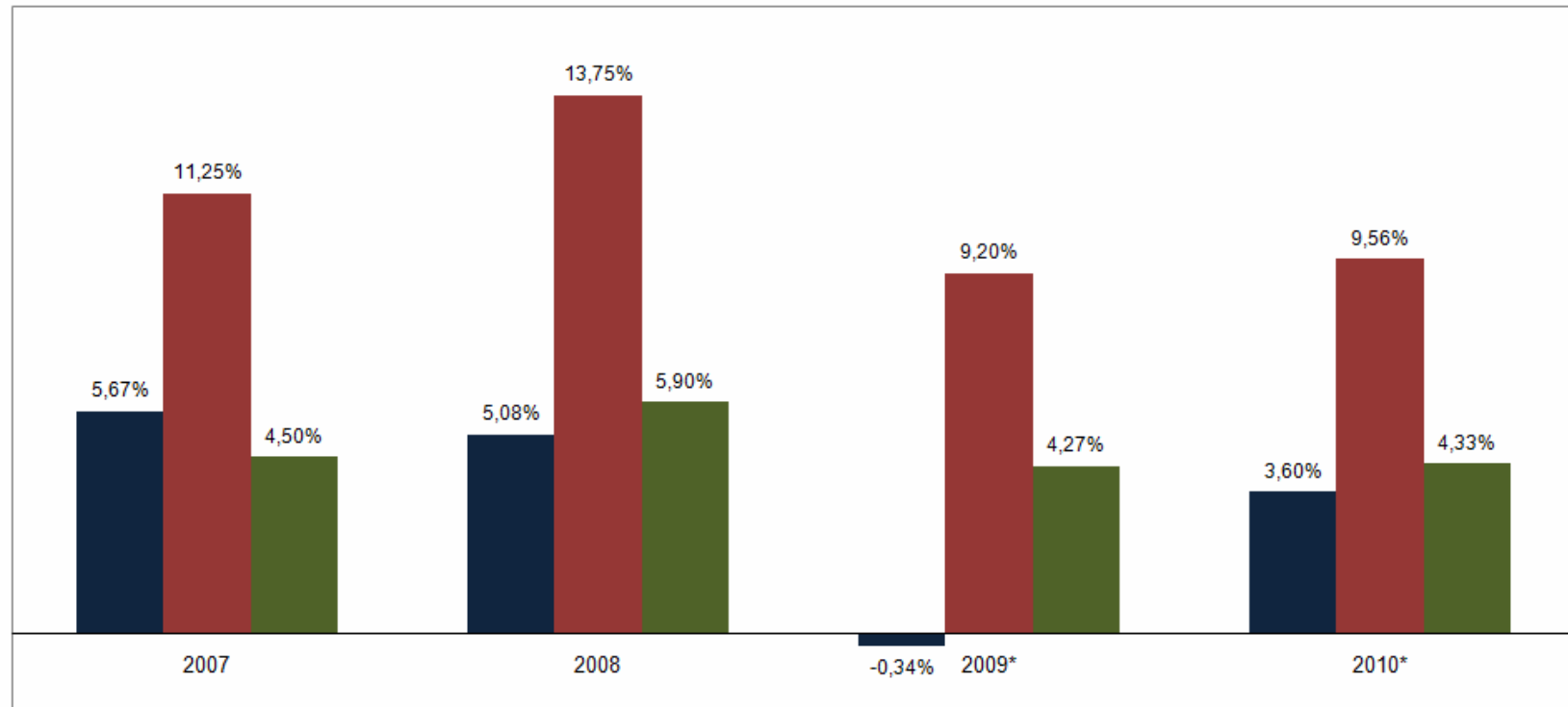
Extraído de BCB. *Relatório de inflação*, março de 2009, p. 123.

## Trajetória das metas e projeções referentes à inflação acumulada em doze meses



Extraído de BCB. *Relatório de inflação*, março de 2009, p. 124.

## Brasil: Evolução do PIB, Meta Selic e IPCA (Variação anual em %)



■ PIB ■ Meta Selic ■ IPCA

\* projeção - pesquisa FOCUS (dia 03/04/2009)

Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE. Elaboração: Grupo de Conjuntura - Fundap.